



▲香港資本市場處於結構性轉型時期，當前關鍵不是制定更多規則，而是對現有規則進行邏輯重構、路徑優化與市場化導向提升。

經濟觀察家

香港資本市場當前正處於結構性轉型的關鍵時期。據統計，目前香港資本市場中市值低於10億元的上市公司佔比超過60%，低於5億元的佔比超過50%，而低於1億元的公司竟然達到20%，甚至有10%的上市公司市值僅在5000萬元以下。這一龐大的「微市值群體」長期陷於成交低迷，甚至零成交、融資無門、轉型受限的惡性循環，不僅佔用上市公司資源，也嚴重影響香港資本市場形象！

放寬市場監管 釋放中小企潛力

一、監管與市場的錯配困局。

首次公開招股（IPO，Initial Public Offerings）制度仍維持在「盈利+市值」雙高標準，18A、18C等特殊章節雖有開放，但實際准入門檻依然較高，難以為處於成長期或轉型期的中小企業，尤其是專精特新企業提供真正包容的融資平台。結果是：優質新興企業進不來，存量低效上市公司出不去，資本市場的結構性內耗日趨嚴重。

制度悖論的根本在於香港資本市場監管體系仍以實質審查為主導，注重歷史盈利與業務延續性，但缺乏對企業成長過程、戰略轉型及技術路線的理解與容忍。在資產注入、跨界整合、主營調整等環節，「五項測試」等規則造成制度剛性，資本與企業之間的協同斷裂，嚴重削弱了香港資本市場對實體經濟的服務能力。

二、核心矛盾：高門檻、低容忍、低退出，資源配置失衡。

香港市場目前存在如下三組錯配：

（1）高准入門檻與企業多樣性發展需求：對於非傳統盈利路徑的企業如平台型、技術導向型、初創科技企業，現有制度缺乏有效入口，嚴重影響資本市場支持新經濟發展。

（2）低監管容忍度與企業轉型節奏：一旦主營業務變化或資產注入涉及重組，即需滿足「五項測試」中資產、利潤、收入、權益與股本等比率的硬性要求，缺乏動態豁免機制，阻礙企業通過併購實現突破。

（3）低退出效率與市場活力要求：退市機制執行不力，未能建立強制退出通道，加之缺乏「場外交易」（OTC，Over The Counter）市場作為緩衝層，導致「殭屍股」長期佔據市場資源。

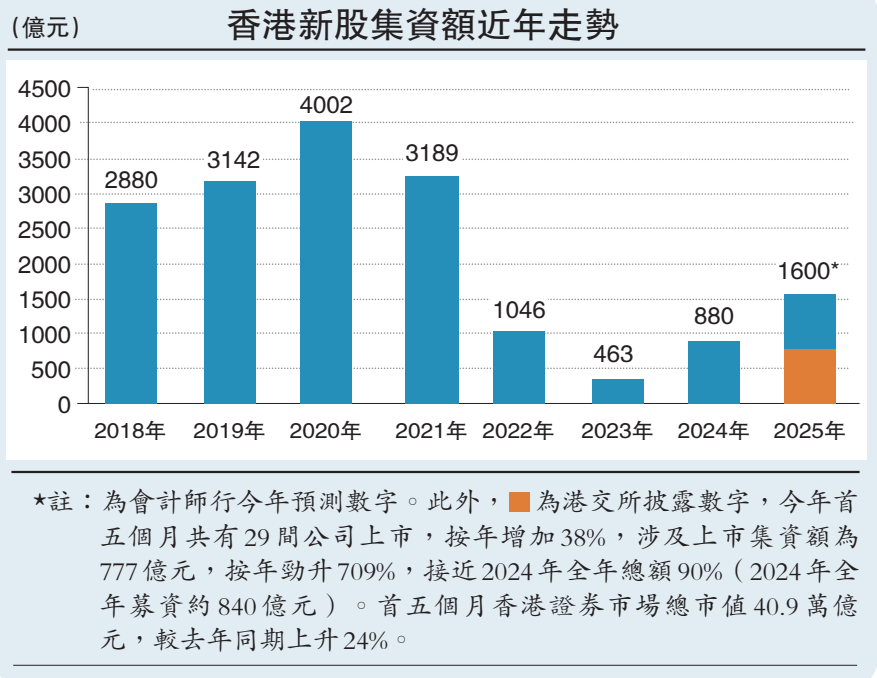
降併購限制 市場助企業轉型

三、監管容忍度的國際對照：從防禦向促優轉型。

香港應系統對照全球市場的監管演進邏輯，重估自身監管容忍度問題。

（1）美國：作為市場化程度最高的資本市場，反向收購、特殊目的收購公司（SPAC，Special Purpose Acquisition Company）、跨界併購均屬正常路徑。監管機構重在信息披露的完整性與市場透明度，放手讓資本與企業自行搏弈。

（2）中國內地：為助力新質生產力發展，中國證監會去年下半年出台「併購六條」，前不久又專門出台落地政策，明確支持上市公司圍繞科技創新、產業升級布局，引導資源向新質生產力聚集；支持科創板、創業板上市公司併購產業鏈上下游資產，支持運作規範的上市公司開展跨行業併購；鼓勵頭部上市公司立足主業整



合產業鏈上市公司；支持上市公司間的吸收合併，支持傳統行業上市公司併購同行業或上下游資產。中國證監會明確提出：適當提高對併購重組形成的同業競爭和關聯交易的包容度；鼓勵上市公司圍繞科技創新開展併購重組，並引導私募基金收購上市公司，推動科技產業整合；強調併購作為市場出清與價值重構工具。

（3）新加坡則在最新的改革方案中提出推行「以披露為本」的監管改革，擬取消盈利門檻、放寬觀察名單限制，吸引轉型企業通過市場力量解決困境。

反觀香港則仍停留在「靜態審核+事後問責」的機制中，對併購動因、戰略方向與實際控制人變化過於嚴苛，監管思維未能與「產業升級+資本賦能」的時代背景同步。

多層次市場 建完整資本生態

四、改革建議：構建成長導向型、高容忍度監管機制。

（1）放寬併購規則，重構五項測試適用邏輯：應建立「五項測試」的豁免機制，允許對主營業務長期停滯或市值持續低迷的企業引入新產業資產；允許以「科技含量」「外部資本支持」替代部分財務測試，推動「戰略導向+市場驗證」雙軌審核機制。

（2）設立轉型通道與市場支持層：可考慮在主板或創業板下設立「轉型板塊」，對主業變更、資產注入、併購整合中的上市公司給予階段性監管緩衝；推動設立港版OTC市場，吸納退市企業及未上市項目，構建「上市—轉板—退市—重整」全周期資本生態；與投行、併購基金聯動設立「轉型觀察名單」，引導市場預期與估值修復。

（3）改革信息披露制度，構建監管透明協作機制：要求轉型企業披露「重組路線圖」「資本對接計劃」「三年滾動財務預測」。對主動披露且被第三方評級認可的企業，實施監

管豁免或綠色通道。加強「市場主導+監管護航」機制，將事前限制轉為過程協同。

（4）推動制度內退市與市場化重返機制聯動：建立基於「持續經營能力、股東權益、市值成交」三因子的一致性退市標準。支持私募、SPAC、併購基金對退市公司進行「剝殼重整」，允許以新資產返場。鼓勵退市企業借助OTC完成股權交易與戰略融資，實現軟着陆。

五、監管理念演進：從「否定性審查」向「動態性協作」。

監管不是裁決企業生死，而應成為企業成長的護航者。香港資本市場要實現價值重構，需要監管理念實現三大轉變：

（1）是從「否定判斷」向「正向引導」：監管不僅是防弊工具，也應成為市場演化機制的潤滑劑。

（2）是從「結構僵化」向「分類審慎」：針對轉型企業、高新技術企業、新經濟項目建立差異化規則。

（3）是從「實質控制」向「透明協同」：把決定權交還市場，通過披露與評級引導投資者理性參與。

調整監管思維 孕育企業成長

六、容忍度就是制度的活力與遠見。

資本市場的根本價值，在於通過資源配置服務實體經濟、支持創新與產業升級。一個制度容忍度高的市場，不是「放任自由」，而是能夠識別真正的風險與機會、敢於在不確定性中支持企業成長。對香港而言，當前的關鍵不是制定更多規則，而是對現有規則進行邏輯重構、路徑優化與市場化導向提升。唯有容忍成長的不完美，才能孕育資本市場的偉大成果，亦才能真正凸顯香港高度市場化的國際金融中心地位，充分發揮中央賦予香港「超級聯繫人」和「超級增值人」角色。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

中國資產數字化發展迅速

鏈能講堂 付饒

當前，現實世界資產（Real-World Assets，RWA）在全球加密金融和區塊鏈基礎設施建設中，成為最具現實意義與政策期待的突破方向。其所指的不僅是將現實世界中的有形資產以鏈上憑證的方式表達，更是一種通過數字信任技術實現資產權益重構與流轉路徑重塑的金融範式。在這一趨勢日益清晰之際，中國的平台企業如何從產業互聯網起點出發，找到與RWA深度融合的路徑，成為業界關注的重要課題。以一間長期服務下沉市場、聚焦鄉鎮零售網絡與供應鏈金融的產業平台為代表的企業，其發展路徑為RWA技術落地中國市場提供了一個獨具中國特色的現實土壤與實驗場景，也有望成為推動「區塊鏈+鄉村振興」「資產上鏈+普惠金融」的重要先行者。

這家平台型企業成立於2010年，總部位於南京，其核心業務是通過技術手段與供應鏈整合能力，為全國二三線城市乃至廣大鄉鎮的中小零售門店提供商品採購、物流配送、數據服務、營銷賦能等一體化支持。該平台以「科技+平台+本地化服務」的運營模式建立了連接品牌商、服務商與終端門店的綜合網絡。截至目前，其已覆蓋全國21個省份，服務活躍會員店舖近25萬家，所涉商品涵蓋家電、消費電子、農資、酒水、交通出行、家裝建材等多個品類，構建起一個真實存在且數據可捕捉的產業生態圈。

現實資產數字化的關鍵難題，在於如何建立可信的數據來源、持續性的資產評價機制，以及與合規金融體系之間的可連接性。而該平台的體系天然嵌入了一整套數據生產與驗證機制。其平台不僅提供B端商品流通服務（B2B），更對終端店舖的進銷存、商品流轉周期、客戶偏好、支付結算等行為進行實時記錄，這使得每一筆交易、每一個庫存、每一次動銷行為，都具備鏈上資產數字化所需的「事實基礎」。這種在運營中形成的數據資產，是RWA應用可以借力的「數據原礦」。

具備跨境應用的潛力

RWA技術在這裏的意義不止於資產上鏈，而在於通過資產數字化實現對信用的量化與定價能力延伸。以該平台在農業場景中的布局為例，平台不僅連接農資流通、農機設備、農業金融等鏈條，還通過本地服務商形成覆蓋全國的農技服務網絡。即每一個農戶的用肥量、種植周期、機械使用、收成預估，理論上可結構化表達的「行為信用」與「資產能力」記錄。而這些記錄，正是RWA在農業端發揮作用的前提條件。農戶的待收農產品、已抵達流通環節的農資、合作社的集體土地經營權，乃至灌溉設備、溫室大棚等固定資產，如果在平台協同與第三方確權機制支持下形成可信的鏈上憑證，其融資能力將從「人情信用」躍升為「數據信用」。

更進一步看，在當前內地金融體系強調「融資下沉」的大背景下，如何將農村真實資產變成可以在市場中定價、交易、抵押、分級的標準資產，是RWA落地的真正挑戰。而該平台所推動的「產業數字化中台」與「門店信用評級系統」，正是在試圖通過平台化手

段對這些碎片化、非標準化的資產進行價值評估與動態監管。通過與銀行、保險公司、供應鏈金融平台的合作，平台已能實現部分數字化資產的準金融化服務。例如，農資批發商在平台上形成的穩定回款紀錄可被用於提升其在供應鏈上的融資等級。這些原本無法獲得融資的鄉鎮經營者，正是在平台提供的數據協同中逐步納入「數據信用體系」的。而這一切如果進一步接入區塊鏈RWA標準，將極有可能變成可轉讓鏈上資產，參與更高層級的市場交易。

RWA的終極價值並不止步於內地金融體系內部的數字化，其還承載着中國實體經濟全球化的路徑探索。該平台所服務的鄉鎮門店與農產品渠道，正是中國製造業、農業與消費力輸出的最基層終端。如果這些終端資產可以實現標準化的鏈上映射，則有可能通過香港等國際金融中心，將中國鄉村經濟的資產表達變成具有可投資性的數字產品，推向全球市場。即是該平台不再只是服務型企業，而是現實資產上鏈的「通道建設者」。未來，一個鄉鎮的農戶可能通過平台生成的生產行為Token在香港參與跨境農業基金的預付訂單；一個村級零售店可能通過其經營資產發行短期消費債權Token，對接新加坡的資產管理人進行應收融資。這種「境內資產、境外融資、全球流轉」的數字通證結構，將成為數字人民幣跨境使用之外，中國另一個重要的數字金融出口路徑。

讓資產說話 讓信用流通

當然，這一切也對平台企業提出了更高的合規性、標準化與開放性要求。RWA的核心挑戰在於如何在不破壞資產真實屬性的前提下，實現跨系統、跨主體、跨市場的協同。這需要該類平台企業與監管機構、地方政府、金融機構共同參與，建立面向中國市場的RWA評估體系、鏈上合約模板、第三方審計制度與託管機制。在這一過程中，香港可發揮其自由港與國際金融監管的制度優勢，為內地產業資產的出海提供監管接口與合規框架。可以設想，未來在港交所之外，香港也許會誕生一個以RWA為基礎資產的「鏈上交易所」，其中掛牌的不是傳統證券，而是中國鄉村的倉單、農機、門店信用、農產品NFT等。這不僅是對現有金融體系的補充，更是對全球資本市場資產結構的重構。

該平台並非科技巨頭或金融創新先鋒，但正因為其深耕於最現實的產業末端，其對數據、資產與信用的組織方式，更具真實可行性。在現實世界資產數字化這一新興課題上，真正的突破不一定發生在寫字樓與高端實驗室中，而可能誕生於田間地頭與鄉鎮門店之間。當RWA從技術話語回歸經濟邏輯，當資產上鏈真正服務於實體經營，我們或許才能見證一個新的金融結構自中國的產業土壤中萌芽。該平台所代表的，是一種以真實世界為基礎的數字化探索路徑，它不以虛擬構想為目標，而以「讓資產說話、讓信用流通」為核心任務。這種融合了數據、場景、技術與制度的「產業鏈上化實踐」，或將成為中國在全球RWA競賽中最具戰略縱深的本土方案。

（作者為香港國際新經濟研究院執行董事）

股市致富效應 刺激豪宅交投回升

樓語縱橫 楊永健

過去不少人喜歡以「春江水暖鴨先知」來形容樓市轉旺，而豪宅市場往往成為樓市轉旺的火車頭。

過去數年豪宅市場幾近完全停頓，主要是由於過去3至4年間股市持續低迷，大部分時間恒指處於20000點以下水平，靠股市獲利可謂難上加難，不過今年初以來，股市顯著回升，由年初20000點顯著回升至24000點附近，相信有不少「有錢人」可以再次靠股市產生財富，近月樓市交投增加，同時大額成交亦有增加的趨勢，特別是港島山頂南區以至中半山的傳統豪宅區，上月成交明顯大幅增加，比起以往只是「零星」幾宗成交，上月竟出現超越50宗豪宅成交，肯定是過去數年間罕見現象。

山頂超級豪宅一間貴過一間

超級豪宅成交增加的同時，連帶豪宅亦出現「愈賣愈貴」的現象，由九倉（00004）和南豐聯手發展、會德豐

負責銷售的山頂超級豪宅Mount Nicholson便是其中例子，其中D座16樓D室，實用面積4544方呎，於2021年的11月以6.4億元沽出，當時呎價已經達14.08萬元，成為當時分層豪宅呎價最高的亞洲樓王，然而Mount Nicholson竟然可以一間賣過一間。以招標形式推出頂層特色大宅Penthouse B，實用面積達4217方呎，配備私人升降機大堂及3112方呎天台，最終以6.09億元成交，呎價高達14.4萬元，再創亞洲分層豪宅的新高紀錄。

股市帶動的財富效應下，是其中豪宅成交增加的重要原因，再者財富效應下，按一手住宅銷售資訊網統計，今年整體一、二手市場中，逾1億元的大額成交逆市上升，當中山頂南區獨立屋的成交增幅最為明顯，以往幾個月才錄得1宗的南區豪屋成交，而上月單月已有多達7宗豪屋成交，超級豪宅的買家就如昔日春江河邊的鴨子，率先感受到整體樓市已熾熱起來。

（作者為世紀21 星鑄總經理）